

证券研究报告

公司研究

点评报告

周大福(1929.HK)

投资评级

上次评级

程远 行业分析师

执业编号: S1500519100002

联系电话: 18601277343

邮箱: chengyuan1@cindasc.com

蔡昕好 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

周大福(1929.HK) FY2025Q1 经营数据点评:

金价波动致销售承压, 集团零售值同降 20%

2024年7月25日

事件: 公司发布 FY2025Q1 未经审核主要经营数据, 截至 2024.6.30 的三个月集团零售值同比下滑 20.0%, 其中中国大陆/中国港澳及其他市场零售值分别同比下滑 18.6%/下滑 28.8%, 占集团零售值的 87.8%/12.2%。同店方面, 中国大陆/中国港澳直营同店销售分别下滑 26.4%/下滑 30.8%, 其中同店销量分别下滑 36.5%/36.1%。

点评:

4月以来金价处历史高位且波动较大, 消费者观望情绪重, 中国大陆、中国港澳同店表现均较上个季度走弱。分渠道来看, FY2025Q1 中国大陆直营、中国大陆加盟、中国港澳同店销售分别同比下滑 26.4%、下滑 19.1%、下滑 30.8% (其中中国香港/中国澳门同店分别-27.4%/-41.3%), FY2024Q4 (对应自然年 2024Q1) 则分别为下滑 2.7%、增长 8.3%、下滑 4.5%。中国港澳同店表现在 FY2025Q1 走弱趋势较中国大陆更为明显, 中国大陆分渠道来看加盟同店表现总体好于直营。

6月同店降幅较 4-5 月略有收窄, 与社零数据趋势一致。根据公司披露的 2024 年 4-5 月经营数据, 集团零售值同比下滑 20.2%, 其中中国大陆/中国港澳及其他市场零售值分别同比下滑 18.8%/下滑 29.0%。同店方面, 中国大陆/中国港澳直营同店销售分别下滑 27.6%/下滑 32.0%, 其中同店销量分别下滑 39.7%/37.3%, FY2025Q1 (对应自然年 24Q2) 各项数据表现均略好于 24 年 4-5 月。根据国家统计局, 2024 年 4 月/5 月/6 月金银珠宝零售额分别同比-0.1%/-11.0%/-3.7%, 我们预计 5 月降幅最大主要由于金价波动影响了五一假期珠宝销售旺季的表现, 周大福集团的月度销售走势与社零数据趋势一致。

黄金、镶嵌类产品季度平均售价总体同比提升, 我们认为主要来自金价上涨及高单价产品的销售韧性。FY2025Q1 黄金首饰在中国大陆、中国港澳的同店平均售价分别为 6200 港元、8900 港元, FY2024Q1 分别为 5400 港元、8400 港元; FY2025Q1 珠宝镶嵌类产品在中国大陆、中国港澳的同店平均售价分别为 8600 港元、16400 港元, FY2024Q1 分别为 7800 港元、16700 港元。我们认为平均售价的提升主要来自: 1) 金价的同比上涨带动按克计价黄金产品、定价类黄金产品、K 金镶嵌类产品的定价上涨; 2) 金价高位波动帮助公司进行了客群筛选, 按克计价的传统黄金首饰主要消费人群价格敏感度高、这部分产品销售受金价影响最大, 定价类黄金及镶嵌等产品的消费者更关注品牌知名度及产品设计感, 对金价波动敏感度相对较低, 而周大福的这类产品通常定位高于传统按克计价黄金、单价较高。

盈利预测: 我们预计公司 FY2025-FY2027 收入分别为 1055/1092/1118 亿港元, 同比-3%/+3%/+2%, 归母净利润 68.57/71.31/73.07 亿港元, 同增

5%/4%/2%，EPS 分别为 0.69/0.71/0.73 港元，对应 7 月 24 日收盘价 PE 11/10/10X。

风险提示：开店不及预期，同店增长不及预期，金价剧烈波动，新产品推广不及预期，行业竞争加剧。

重要财务指标	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入(百万港元)	94,684	108,713	105,502	109,170	111,828
增长率 YoY %	-4%	15%	-3%	3%	2%
归属母公司净利润(百万港元)	5,384	6,499	6,857	7,131	7,307
增长率 YoY%	-20%	21%	5%	4%	2%
毛利率%	22.4%	20.5%	22.4%	22.4%	22.4%
净资产收益率ROE%	16.62%	25.27%	27.79%	30.21%	32.46%
EPS(摊薄)(港元)	0.54	0.65	0.69	0.71	0.73
市盈率 P/E(倍)	26.43	16.20	10.76	10.35	10.10
市净率 P/B(倍)	4.39	4.09	2.99	3.13	3.28

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 7 月 24 日收盘价

资产负债表					
单位:百万港元					
会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产					
货币资金	77,267	79,182	78,375	79,566	80,503
应收账款	11,695	7,695	10,409	9,991	12,788
存货	6,241	6,838	5,039	6,971	5,458
其他流动资产	59,290	64,647	62,925	62,602	62,254
非流动资产	41	2	2	2	2
长期投资	10,074	9,637	9,509	9,388	9,273
固定资产	70	50	50	50	50
无形资产	5,144	4,527	4,414	4,308	4,206
资产总计	1,211	1,281	1,266	1,251	1,237
流动负债					
短期借款	87,341	88,819	87,883	88,953	89,775
应付账款	51,022	57,520	57,517	59,540	61,336
其他流动负债	19,452	25,281	26,281	27,281	28,281
非流动负债	993	1,041	956	927	960
长期贷款	30,577	31,198	30,279	31,332	32,095
其他长期负债	2,959	4,553	4,553	4,553	4,553
负债合计	1,488	3,342	3,342	3,342	3,342
归属母公司股东权益	1,471	1,211	1,211	1,211	1,211
少数股东权益	53,981	62,073	62,070	64,093	65,889
负债和股东权益	32,397	25,715	24,672	23,603	22,510
	962	1,031	1,142	1,258	1,377
	87,341	88,819	87,883	88,953	89,775

重要财务指标					
单位:百万港元					
会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入	94,684	108,713	105,502	109,170	111,828
同比 (%)	-4%	15%	-3%	3%	2%
归属母公司净利润	5,384	6,499	6,857	7,131	7,307
同比 (%)	-20%	21%	5%	4%	2%
毛利率 (%)	22.4%	20.5%	22.4%	22.4%	22.4%
ROE%	16.62%	25.27%	27.79%	30.21%	32.46%
EPS (摊薄)(元)	0.54	0.65	0.69	0.71	0.73
P/E	26.43	16.20	10.76	10.35	10.10
P/B	4.39	4.09	2.99	3.13	3.28
EV/EBITDA	15.11	10.92	8.73	8.58	8.20

利润表					
单位:百万港元					
会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入	94,684	108,713	105,502	109,170	111,828
营业成本	73,513	86,428	81,901	84,730	86,775
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	9,974	9,513	10,286	10,644	10,903
管理费用	3,721	3,787	3,693	3,821	3,914
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	284	448	416	400	426
投资净收益	0	-20	0	0	0
营业利润	7,518	8,822	9,204	9,573	9,809
营业外收支	0	0	0	0	0
税前利润	7,447	8,728	9,205	9,573	9,809
所得税	1,957	2,121	2,237	2,326	2,384
净利润	5,490	6,607	6,968	7,247	7,426
少数股东损益	105	108	111	116	119
归属母公司净利润	5,384	6,499	6,857	7,131	7,307
EBITDA	10,029	11,557	9,919	10,266	10,521
EPS (当年)(港元)	0.54	0.65	0.69	0.71	0.73

现金流量表					
单位:百万港元					
会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	10,066	13,836	10,299	7,488	10,922
净利润	5,384	6,499	6,857	7,131	7,307
少数股东损益	105	108	111	116	119
非现金支出	1,819	4,341	627	651	674
非经营收益					
营运资金变动	643	711	2,518	-586	2,656
投资活动现金流	-1,782	-717	-170	-170	-170
资本开支	-1,982	-963	-170	-170	-170
投资	-73	36	0	0	0
其他	273	211	0	0	0
筹资活动现金流	-10,705	-16,830	-7,416	-7,736	-7,956
现金流净增加额	-3,247	-4,000	2,714	-417	2,797

研究团队简介

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

宿一赫，社服行业研究助理。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

张洪滨，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。